

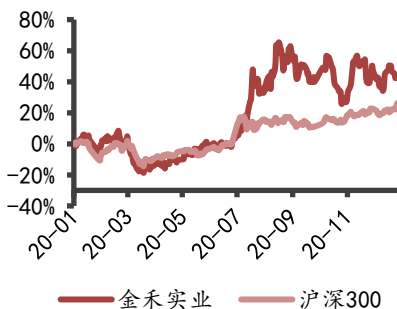


## 深圳健康条例催化减糖新消费

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-1-4
收盘价（元）	35.67
近 12 个月最高/最低（元）	39.50/17.92
总股本（百万股）	560.83
流通股本（百万股）	559.10
流通股比例（%）	99.69
总市值（亿元）	200.05
流通市值（亿元）	199.43

公司股价与沪深 300 走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：[liuwp@hazq.com](mailto:liuwp@hazq.com)

联系人：曾祥钊

执业证书号：S0010120080034

电话：13261762913

邮箱：[zengxz@hazq.com](mailto:zengxz@hazq.com)

相关报告：

《金禾实业：消费属性提升》2020. 11. 30

《金禾实业：三季度业绩略有下滑，弱周期属性将增强》2020. 10. 31

《金禾实业：食品添加剂板块稳步增长，消费属性持续增强》2020. 8. 28

《金禾实业：全球食品添加剂领军者》2020. 8. 18

事件描述：

2021 年 1 月 1 日起，《深圳经济特区健康条例》开始实施，多项规定涉及减糖等健康饮食习惯，鼓励全社会参与减盐、减油、减糖健康饮食行动，具体如下：(1) 对于监管部门，应加强预包装食品营养标签的监督管理，将减盐、减油、减糖知识和预包装食品营养标签认读能力纳入食品生产经营从业人员培训内容；(2) 对于生产企业，鼓励生产低盐、低油、低糖、无糖食品，并在包装上作显著标识。(3) 对于经销商，鼓励商超开设低盐、低脂、低糖食品专柜，鼓励餐饮企业开发和提供低盐、低油、低糖菜品。

2020 年 12 月 24 日，公司年产 5000 吨三氯蔗糖项目土建工程、设备安装已基本完成，全面进入试生产状态。

➤ 低糖饮食不仅是个人习惯，更是全民行动

随着人们生活水平提高，高糖高能量饮食的过度摄入问题日益凸显。高糖有害健康，会导致超重、肥胖、龋齿、糖尿病、心血管疾病等健康问题。目前，很多国家和地区已将降糖提升到国家强制管控层面，部分海外国家已经开始征收“糖税”。我国也于 2017 年发布了《国民营养计划（2017-2030 年）》，提出“积极推进全民健康生活方式行动，广泛开展以‘三减三健’为重点的专项行动”。在此背景下，深圳首先推出“健康条例”，对监管部门、生产企业、经销商提出建议和要求。低糖饮食也不再仅仅是年轻人群身材管控的自我约束，更是一项全民健康饮食的行动。若各地政策逐步落实推行，低糖饮食带来的甜味剂市场放量可期。

➤ 健康饮食和渠道多元化是公司开发 C 端市场的关键

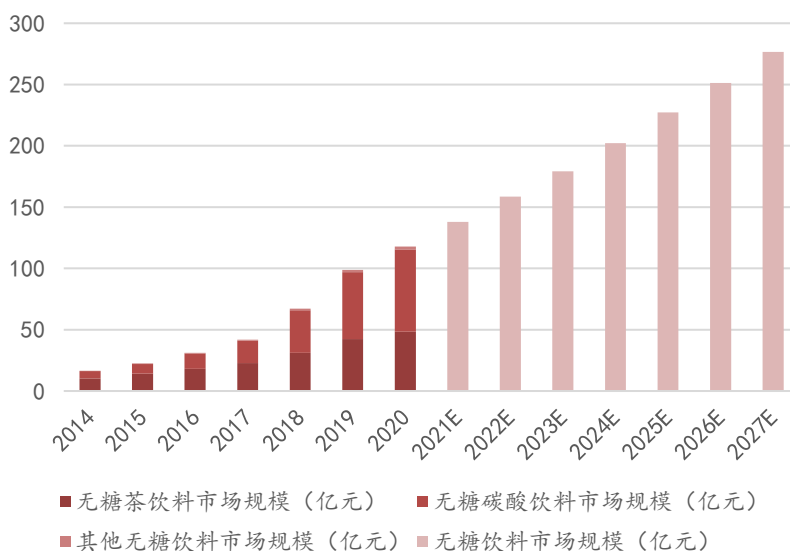
公司 2018 年开发“爱乐甜”产品，向具有更高溢价的 C 端消费市场延伸。虽然该业务目前贡献业绩较小，但从长远的发展来看，爱乐甜直面对终端消费者，能培育消费者的使用习惯，是公司向食品解决方案提供商转型的重要一步。关于减糖、低糖等健康饮食的宣传不断出现在政府和媒体等渠道，正是公司代糖产品发力的最佳时期。因此，公司采取零售、快消、传统客户三大市场多元化渠道策略：正式以旗舰店的方式入驻天猫和京东；推出品牌联名计划，与咖啡连锁、新茶饮连锁、酒店餐饮连锁等线下品牌合作；发力线下新零售及分销渠道，进驻便利店、盒马、永辉等新零售渠道。截止 2020 年底，公司已吸纳优质营销研发团队 60 多人，投入 1000 万费用进行爱乐甜推广。“爱乐甜”产品 2020 年线上销量均位于代糖产品前列，渠道策略初见成效，品牌和口碑逐步建立。

➤ 无糖饮料市场发展提速，公司 B 端市场受益

饮料是甜味剂行业主要的下游市场。随着近年来健康饮食习惯的深入人心，无糖饮料市场开始快速增长，出现了一系列无糖饮料产品，包括元气森林、喜茶零卡糖等，市场规模也从 2014 年的 16.6 亿元增长到 2020 年的 118 亿元，年复合增长率达到 39%，保守推测 2024 年市场内

规模将突破 200 亿元。公司甜味剂产品安赛蜜和三氯蔗糖是安全性、易用性、口味综合来看最好的人工甜味剂，将直接从快速扩张的无糖饮料市场中获益。此外，公司安赛蜜和三氯蔗糖产品将形成“双定价”体系，有能力提供复配方案，稳定且位居首位的产能规模也将保障供应，是下游饮料厂商无法绕过的重要供应商选择。

图表 1 中国无糖饮料市场规模



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

➤ 需求扩张，公司三氯蔗糖新增产能将迅速消化

受益于下游消费需求的快速扩张，甜味剂市场将有足够大的市场空间。公司现有安赛蜜产能 12000 吨/年、三氯蔗糖产能 4000 吨/年。新建的 5000 吨三氯蔗糖项目也已进入试生产阶段，全面投产后，公司三氯蔗糖产能是现有的 2.25 倍，成为全球最大的安赛蜜和三氯蔗糖生产企业，定价权进一步提升。公司三氯蔗糖的扩产不用担忧市场饱和，新增产能将迅速消化，一方面是无糖、低糖习惯和政策的进一步传播推广，代糖市场高景气将持续；另一方面是扩产后的三氯蔗糖由于规模优势，单吨成本将进一步下降，公司可利用强大的定价能力，使目前已在成本线附近的竞对逐步退出或减产。据我们预测，三氯蔗糖产品贡献净利润将从扩产前的 1.32 亿元提升至 4.68 亿元，是扩产前的 3.55 倍。

图表 2 公司三氯蔗糖扩产后盈利预测

	产能 (吨/年)	单吨完全成本 (万元/吨)	产品报价 (万元/吨)	单吨净利润 (万元/吨)	贡献营收 (亿元)	贡献净利润 (亿元)
扩产前	4000	14.4	20	3.30	7.08	1.32
扩产后	9000	12.5	20	5.20	15.93	4.68

资料来源：公司公告，环评报告，华安证券研究所

投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.96、10.86、13.26 亿元，同比增速为-1.6%、36.5%、22.1%。对应 PE 分别为 22.9、16.7 和 13.7 倍。维持“买入”评级。

**风险提示**

新商业模式开展不及预期的风险, 新产品布局不及预期的风险, 食品添加剂市场竞争加剧, 循环经济产业园建设不及预期, 下游大客户突破进展放缓。

**盈利预测:**

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3972	3993	4786	5815
收入同比	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
归母净利润	809	796	1086	1326
净利润同比	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
毛利率 (%)	31.3%	32.3%	35.4%	35.1%
ROE (%)	18.0%	15.1%	17.1%	17.2%
每股收益	1.44	1.42	1.94	2.36
P/E	15.68	22.85	16.74	13.72
P/B	2.83	3.45	2.86	2.37
EV/EBITDA	10.48	12.38	10.78	8.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

**附录：公司财务预测表**

单位：百万元

**资产负债表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4000	4136	4963	6111
现金	1776	1572	2287	3306
应收账款	220	172	221	281
其他应收款	8	7	10	11
预付账款	65	74	82	98
存货	373	319	378	474
其他流动资产	1559	1991	1984	1941
<b>非流动资产</b>	2149	2792	3171	3611
长期投资	4	4	4	4
固定资产	1774	2366	2710	3175
无形资产	102	136	161	185
其他非流动资产	269	287	296	247
<b>资产总计</b>	6149	6928	8135	9722
<b>流动负债</b>	1125	1102	1220	1477
短期借款	100	0	0	0
应付账款	344	321	347	449
其他流动负债	681	782	873	1029
<b>非流动负债</b>	543	543	543	543
长期借款	1	1	1	1
其他非流动负债	542	542	542	542
<b>负债合计</b>	1667	1645	1762	2020
少数股东权益	0	6	8	12
股本	559	559	559	559
资本公积	395	395	395	395
留存收益	3529	4324	5411	6737
归属母公司股东权益	4482	5278	6364	7690
<b>负债和股东权益</b>	6149	6928	8135	9722

**现金流量表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	906	1059	1425	1822
净利润	809	796	1086	1326
折旧摊销	235	479	293	326
财务费用	-18	37	35	35
投资损失	-29	0	0	0
营运资金变动	-109	-261	6	128
其他经营现金流	936	1065	1085	1205
<b>投资活动现金流</b>	-1237	-1124	-675	-769
资本支出	-415	-1124	-675	-769
长期投资	-901	0	0	0
其他投资现金流	79	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-337	-138	-35	-35
短期借款	-80	-100	0	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-240	-37	-35	-35
<b>现金净增加额</b>	-657	-203	715	1018

**利润表**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3972	3993	4786	5815
营业成本	2729	2703	3093	3773
营业税金及附加	32	32	40	48
销售费用	131	140	167	204
管理费用	86	100	120	145
财务费用	-19	-13	-23	-49
资产减值损失	-13	-2	-2	-3
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	29	0	0	0
<b>营业利润</b>	940	932	1266	1546
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	8	0	0	0
<b>利润总额</b>	937	932	1266	1546
所得税	129	130	177	216
<b>净利润</b>	808	801	1089	1330
少数股东损益	0	5	2	4
<b>归属母公司净利润</b>	809	796	1086	1326
EBITDA	1093	1377	1515	1798
EPS (元)	1.44	1.42	1.94	2.36

**主要财务比率**

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.9%	0.5%	19.9%	21.5%
营业利润	-11.6%	-0.8%	35.8%	22.2%
归属于母公司净利润	-11.3%	-1.6%	36.5%	22.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.3%	32.3%	35.4%	35.1%
净利率 (%)	20.4%	19.9%	22.7%	22.8%
ROE (%)	18.0%	15.1%	17.1%	17.2%
ROIC (%)	14.6%	13.4%	15.3%	15.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	27.1%	23.7%	21.7%	20.8%
净负债比率 (%)	37.2%	31.1%	27.7%	26.2%
流动比率	3.56	3.75	4.07	4.14
速动比率	3.17	3.40	3.69	3.75
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.65	0.58	0.59	0.60
应收账款周转率	18.04	23.18	21.64	20.72
应付账款周转率	7.94	8.43	8.91	8.41
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.44	1.42	1.94	2.36
每股经营现金流(薄)	1.62	1.89	2.54	3.25
每股净资产	7.99	9.41	11.35	13.71
<b>估值比率</b>				
P/E	15.68	22.85	16.74	13.72
P/B	2.83	3.45	2.86	2.37
EV/EBITDA	10.48	12.38	10.78	8.52

资料来源：wind，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**刘万鹏**，首席分析师，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2年化工战略规划经验，4年化工卖方研究经验；2019年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019年“新财富”化工行业团队入围。

**古武**，研究助理，四川大学高分子材料学学士、复合材料学硕士，4年中航工业成飞航空材料产业经历，2年新材料行业研究经历。

**曾祥钊**，研究助理，中国科学院化工硕士，清华大学化工学士。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。